

大盘蓝筹股重估才刚刚开始

□中信建投证券研究所

近期大盘蓝筹股的上涨是补涨,还是新的开始?这关系到我们对整个市场走势的判断。在我们8月底的2006年4季度策略报告中,我们对大盘蓝筹股有非常乐观的预期。从实际情况看,进入第4季度后,市场在大盘蓝筹股的推动下稳步盘升,印证了我们4季度策略报告的观点,特别是此前一直不受人关注的钢铁股在其中发挥了重要作用,值得投资者密切关注。现在,我们仍然乐观地预期:大盘蓝筹股行情仅是新行情的开始,而不是一个反弹。

一、大盘蓝筹股脱颖而出

进入10月份以来,大盘蓝筹股表现出色,钢铁、银行、电力、航空、航运、汽车制造等大盘蓝筹股比较集中的行业都有较好的涨幅,特别是沉寂已久的钢铁股大幅上涨让不少投资者大感意外。

从统计数据上看,前3个季度大盘蓝筹股的整体表现落后于大市。以中信风格指数为考察指标,大盘股1季度落后市场0.99个百分点,2季度落后市场10.49个百分点,3季度落后市场1.24个百分点。但是,从10月份以来的一个多月,中信大盘指数涨幅12.02%,超越市场7.34个百分点(参见表1)。

表1 不同市值规模股票2006年季度表现

Table with 6 columns: Index Name, 2006.1-4, 2006.3-6, 2006.6-9, 2006.9-11, 2006.11.9. Rows include 中信大盘, 中信中盘, 中信小盘, 中信综合指数.

资料来源:聚源数据

从具体行业看,在银行、能源、钢铁、汽车制造、交通运输等大盘蓝筹股比较集中的行业中,只有金融和汽车超越市场整体表现,钢铁、能源、交通等行业落后于市场表现。但进入第4季度后,这些行业全部超出市场整体表现(参见表2)。

表2 大盘蓝筹股集中行业2006年季度表现

Table with 6 columns: Index Name, 2006.1-4, 2006.3-6, 2006.6-9, 2006.9-11, 2006.11.9. Rows include 中信能源行业, 中信钢铁, 中信汽车整车, 中信金融指数, 中信交通指数.

资料来源:聚源数据

二、基本面提供有力支持

(1) 近年来,以沪深300为代表的大盘具有良好的业绩表现

根据2006年第3季度上市公司利润数据,全部A股上市公司的净资产收益率为10.08%,而沪深300、上证50、深圳100指数成份股的平均净资产收益率分别达到11.59%、12.56%和12.78%,均明显高于市场平均水平。(参见表3)

表3 主要指数成份股2006年季度利润增长及收益率情况(%)

Table with 5 columns: Index Name, 20061Q, 20062Q, 20063Q, ROE. Rows include 全部上市公司, 沪深300, 上证50, 深圳100.

说明:中国银行、工商银行、大秦铁路、上海集团由于没有可比数据,没有包括在上述统计数据中

(2) 大盘蓝筹公司是中国经济的代表,有着较高的整体质量。同时,我们认为2007年的宏观经济将保持稳定增长,有利于大型企业业绩的继续提高。

在中国经济建设的过程中,大量的资源被注入到了这些大型蓝筹公司,特别是金融、航空、交通运输、汽车制造、有色冶金、钢铁、汽车制造、电力等以国有大型企业为主的行业,集中了国家优势资源,是企业发展的坚实基础。同时,经过近几年的国企改革,企业管理机制及整体素质都有较大程度提高,它们是中国经济发展成就的重要代表,是高质量上市公司的重要代表,所以,投资大型蓝筹公司更容易享受到中国经济增长成果。

从统计数据看,从1999年到2005年的6年中,化工、有色金属冶炼、汽车制造、钢铁、电力的年均利润增长率分别达到47.73%、57.99%、32.61%、70.74%和21.81%,这些都是令人欣慰的增长数据。从多年平均净资产收益率水平看,这些行业的表现同样不俗,其中,航空、化工、金融、汽车制造行业的平均ROE达到11.80%、12.09%、12.49%和12.61%,盈利能力明显超出平均水平(参见表4)。

表4 大型蓝筹股集中行业的多年平均利润增长率和净资产收益率

Table with 4 columns: Industry, 1999-2005 Annual Profit Growth Rate, Average ROE (1999-2005). Rows include 航空, 交通运输, 化工, 有色冶炼, 金融, 汽车制造, 钢铁, 电力, 全部上市公司, 全部工业企业.

表中数据说明:1、平均增长率数据为国家统计局的工业企业统计数据;2、电力上市公司的ROE在10%左右,比全行业平均水平高许多;3、平均ROE数据中,水上运输、交通运输辅助业、金融业的数据为上市公司数据。

对于2007年的宏观经济,我们预期将是一个稳定增长的格局,但比2006年有所下降。下降的主要因素:一是固定资产投资增速将有明显下降,预计在23%左右;二是出口增长速度将略有下降,预计在20%左右;消费增长保持稳定,预期为13.9%。另外,预计2007年的CPI将超过2%,物价仍有上行压力,加息的压力依然存在,很可能出现在明年第一季度。此外,预期原油价格在每桶50-60美元区间,全年均价将比2006年有所下降。在这样的预期下,企业利润将继续提高,特别是对大型公司的利润增长有很好的支持作用。

三、大盘蓝筹股整体被低估

从理性估值的角度看,代表中国经济成长的大盘蓝筹股不应受到低估,相反应该获得溢价,而实际上,市场恰恰在低估这些大盘蓝筹股。截至11月10日,全部A股的动态市盈率为23.64倍,沪深300指数、上证50指数、深圳100指数的市盈率分别低于市场平均水平4.52倍、4.85倍和5.81倍(参见表5)。

表5 2006年11月10日各类指数的估值水平

Table with 5 columns: Index Name, 全部上市公司, 沪深300, 上证50, 深圳100. Rows include 市盈率, 市净率.

说明:表中数据系根据2006年3季度业绩计算的动态估值水平

今年第3季度,我们根据对各行业长期可持续发展的预期,利用不变增长模型对各行业的合理市盈率水平进行了预测,评估了各行业市场估值合理程度。结果显示,水上运输、汽车制造、石化、服装、金属制品、有色冶炼、外贸、电力、交通运输辅助业(高速公路、港口、机场等)、专用设备、煤炭、医药制造、金融等行业不同程度地受到低估。这些行业一个最显著的特点就是集中了一大批大型国有控股企业,是大盘蓝筹股最集中的领域,是低估行业最集中的地方。

当时市盈率被低估10倍以上的行业有水上运输、汽车制造、石化等;被低估5-10倍的行业有服装、金属制品、钢铁、有色冶炼、外贸、电力、交通运输辅助业、煤炭等;被低估5倍以下的行业有医药、金融等。

这种低估应该是市场错误定价,这种状态必定不会持续太长时间,它给理性投资者提供了极好的投资机会。

四、股指期货推出是重要催化剂

上世纪70年代,布雷顿森林体系的瓦解使世界金融体制发生了重大变革,证券市场的系统性风险突显,为了规避或减少这种系统性风险,受商品期货保值和避险功效的启发,股指期货应运而生。

1982年2月24日,价值线指数(Value Line Composite Index)期货合约在堪萨斯农产品交易所推出,它标志着股票指数期货的诞生。

1982年4月21日,芝加哥商业交易所推出了S&P500股票指数期货,同年5月6日,纽约期货交易场所推出纽约股票交易所指数期货。

1986年5月,伦敦国际金融期货交易所推出了FTSE100指数期货。

1986年5月,香港期货交易所推出了恒生指数(HSI)期货合约。

1988年9月,东京证券交易所推出了东证股价指数(TOPIX)期货;同时大阪证券交易所推出了日经225种股票价格指数期货。

1996年5月3日,韩国推出了KOSPI200指数期货。

1998年,中国台湾推出了证交所加权指数2000年6月12日,印度推出了S&PCNX Nifty指数期货等。

我们预期,中国内地的股指期货将在明年初推出,这将作为我国证券市场发展过程中的一件重大事件,并深刻影响今后证券市场的运行格局,特别会深刻地影响股指期货成份股的交易状况。

最近一段时期以来,已经有大量的有关股指期货的研究报告,普遍预期股指期货的推出将对股指期货成份股产生重大影响。“美国、日本、韩国、印度等市场股指期货推出前(约半年、一年),标的指数成份股存在估值溢价,但临近期货推出日则有所回落。期货推出后,短期内成份股大多出现调整走势,长期则不受指数期货的显著影响。”“Damodaran et al.(1990)对S&P500指数样本股所作实证研究表明,开展股票指数期货交易后的5年间,指数样本股的市值提高幅度为非常样本股的2倍以上”“我们预期股指期货对指数成份股的影响将是长期的、深刻的和革命性的。从目前的情况看,股指期货已成为大盘蓝筹股崭露头角的重要原因之一,反映了投资者对股指期货对市场影响的理性预期。

从各国股指期货标的指数看,为了体现市场代表性,国际上用于股指期货的标的指数以

中国资本市场 2006秋季报告 策略篇

大市值股票构成的指数居多。在我国即将推出的第一个股指期货标的指数—沪深300指数就是一个以大市值股票构成的指数。从沪深300指数的行业分布看,金融保险、钢铁、机械、交通运输、信息技术、食品饮料、石油化学、电力等行业占有较高的比例。特别是金融保险业的流通市值占比达18.31%,总市值占比更是达到43.25%;钢铁行业的流通市值占比达9.51%,机械行业的流通市值占比达8.33%(参见表6)。由此可见,沪深300指数期货的推出将对金融、钢铁、机械、交通运输等市值占比大、大型蓝筹股集中的行业产生较大影响。

表6 沪深300指数成份股行业构成情况

Table with 3 columns: Industry, 占指数总市值比例, 占指数流通市值比例. Rows include 金融, 保险, 黑色金属, 机械, 电子设备, 交通运输, 仓储业, 信息技术, 食品, 饮料, 石油, 化学, 塑胶, 塑料, 电力, 蒸汽, 热水的生产, 和供应, 房地产业, 批发和零售贸易, 有色金属, 医药, 生物制品, 采矿业, 社会服务业, 电子, 纺织, 服装, 皮毛, 非金属矿物制品业, 其他.

五、投资者结构巨变和资金规模激增

可以预期,我国股市正处于有史以来的第三个活跃时期,并将持续较长时间。在这样的情况下,基金管理的资产规模迅速扩大。据统计,仅机构投资者正加速进入证券市场。社保基金、保险资金、QFII管理资产、企业年金、准私募基金等机构投资者管理的资产规模不断扩大。粗略估计,这类机构投资者管理的市值能够占到目前市场上流通市值的50%左右,对市场走向及投资风格起到重要影响。对这些投资者而言,流动性较好、价值低估的大型蓝筹股将是它们最好的投资选择。

我们预期,在此轮牛市过程中,大盘蓝筹股最终将获得溢价,而现在,对多数蓝筹股估值仍受到低估来说,预计大盘蓝筹股行情还只是个预演,远未达到终点。

(执笔者:吴春龙)

升值+增长主导明年市场格局

□中信建投证券研究所

中国资本市场 2006秋季报告 市场篇

股票市场对充分分享股改收益之后,已经为优质资产证券化进程的全面加速奠定了坚实的制度基础,未来的金融改革和大型国企股IPO都将改善A股市场结构,提升A股市场的整体资产质量,A股市场自2006年开始进入一个黄金发展时期。

以当前可预期的从宏观到制度层面的多种影响因素判断,2007年市场仍将延续这一格局,而支撑这一市场格局的核心在于未来经济生活中的两大主题:一是人民币升值主题;二是中国经济增长主题。

一、整体趋势分析

1、基本结论

2007年A股市场运行主要基于两大驱动逻辑:

一是内生性逻辑,即上市公司盈利的增长,我们预测A股市场各行业平均增长率可达到10%以上,重点公司利润增长可超过20%,而以银行、电信等现代服务业为主的大型IPO和优质资产证券化的定向增发,A股市场资产结构有望进一步优化,资产质量进一步提高,对A股市场形成主要支撑;

二是外生性逻辑,主要来自以股权激励和市值考核为主的制度变革,此制度变革将直接驱动上市公司股东及经理人积极改善经营业绩和改善资产质量。此外,基于人民币升值、流动性充裕、股指期货推出,机构投资者收益预期提高等因素,市场具备比较充足的上涨动力,并有望在我们认为的合理PE基础上形成一定泡沫。

因此,我们认为:

(1)空间上,2007年上证综合指数具备创出历史新高的能力,即指数收益可能达到30%左右;

(2)时间上,由于估值、“大非”和“激励股权”上市时间无法在2007年实现等因素,市场持续上升时间将受到限制,上升周期可能短于6个月。

2、数据与判断

(1)影响2007年A股市场运行趋势因素的综合定性判断

股票市场运行趋势本质上取决于宏观经济增长和企业利润增长前景和预期,但处于重要制度变革时期的A股市场仍然在很大程度上受到政策变化、制度变革等方面的影响。综合认为,影响因素大致可以分为5个方面:宏观经济、政策环境、制度变革、上市公司、资金供求。

表1 影响A股市场因素的定性分析

Table with 4 columns: Influence Factor, Impact Direction, Impact Degree. Rows include 宏观经济, 政策环境, 制度变革, 上市公司, 资金供求.

(2)核心因素:企业利润增长预期与估值 本质上,对A股市场趋势的预测要回到企业利润和合理估值的判断上,根据部分分析师对A股市场合理PE的判断和主要行业2007年利润增长率的预测,我们认为:

- A股市场主要行业2007年平均增长率在11.00%—15.15%;
- 考虑利率可能上升27-54个基点的因素,将A股作为一个整体按照三阶段增长模型估计A股市场合理PE为18-24倍,上证A股PE距离合理PE上端仍有空间;

表2 A股市场主要行业2007年增长率预测

Table with 4 columns: Industry, Market Share (%), Profit Growth Rate Left, Profit Growth Rate Right. Rows include 金融, 电力燃气, 黑色金属冶炼, 食品饮料, 房地产业, 机场港口, 化学原料及其制品, 医药, 交运设备, 通信, 有色金属冶炼, 零售, 旅游服务, 其他, 合计与加权平均.

(3)主要影响因素的定量估计

进一步对A股市场趋势的判断需要通过综合考虑各主要影响因素进行适度的定量估计,我们认为对各方面因素影响市场的幅度做一个保守估计,上证A股指数收益率仍将有15%以上的空间。

表3 影响A股主要因素的定量估计

Table with 3 columns: Core Factor, Basic Analysis and Judgment, Impact on Index. Rows include 利率, 估值, 企业利润, 大型IPO, 其他因素.

二、人民币升值主题下的市场格局

人民币升值的原始驱动力来自于中国经济持续高速增长,在可预期的“十一五”期间,中国经济有望继续维持稳定快速增长的格局,因此未来人民币升值的原始驱动力始终存在。自2005年7月22日汇改以来,人民币升值幅度已接近3%,对A股市场的积极影响已经通过市场整体和行业分类指数变化表现出来:上证综合指数累计涨幅已经接近100%,其中证券业上涨了256.63%,银行业上涨了153.54%,房地产业上涨了162.51%(2005.07.22-2006.11.16)。

表4 人民币升值以来各行业指数涨跌表现

Table with 3 columns: Industry Name, Index Change (%), Index Change (%). Rows include 有色金属矿采选业, 证券、期货业, 有色金属冶炼及压延加工业, 房地产业, 食品、饮料, 银行业, 木材、家具, 石油和天然气开采业, 传播与文化业, 批发和零售贸易, 通信及相关设备制造业, 机械、设备、仪表, 农林、牧、渔业, 建筑业.

我们通过研究日元对美元快速升值过程中的股票市场表现,大致可以归纳出人民币升值因素向股票市场传导的三条路径:一是基于不可贸易类资产价格上升带来的公路运输、仓储、地产、建筑等股票的大幅上涨;二是基于服务类价格上涨的以银行、保险、零售、通讯等现代服务业股票大幅上涨;三是基于升值直接提升企业利润的航空、造纸等股票大幅上涨。相反,日本工业化初期和重化工业2个阶段是递进式的,是不可跨越的;高技术密集时代、高加工和组装时代以及微电子时代3个阶段是一国可以自主选择顺序发展和并列发展的,也可以选择部分发展和全面发展。

三、大国经济体的成长主题——装备制造

纵观美国、日本经济增长过程和前苏联经济的不平衡增长,我们认为一个大国经济体的成长遵循典型的工业化增长路径,即“工业化初期:纺织、食品——重工业化阶段:钢铁、能源、机械、化工——高技术密集时代:航空、航天、核工业、计算机——高加工和组装时代:家电、汽车——微电子时代:信息网络、生物工程、新型材料、航天技术、海洋开发”。其中,工业化初期和重化工业2个阶段是递进式的,是不可跨越的;高技术密集时代、高加工和组装时代以及微电子时代3个阶段是一国可以自主选择顺序发展和并列发展的,也可以选择部分发展和全面发展。

因此,未来中国作为一个大国经济体的增长主题就是装备制造业的发展,而装备制造业发展的主题则是以提高加工配套和成套设备生产能力为核心的产业升级。

基于上述逻辑,我们认为装备制造业最核心的投资逻辑有两点:一是投资其中产业消费最广泛的细分产业,如机床、轴承阀门等零部件和电机;二是投资具有为规模性垄断产业提供设备的细分产业,如电网设备、电信设备和石油石化设备等。

(执笔者:银国宏)